

商贸零售行业研究

行业专题研究报告

证券研究报告

商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

美妆把握单品生命周期投资机遇；黄金珠宝稳健、红利股属性突出

投资建议

- **美妆**：23 年及 1Q24 美妆国货延续崛起之势，建议持续关注国货崛起大背景下的四大投资主线：1) 上游原料端的国产替代大趋势大机遇，如全球个护原料龙头、三条增长曲线奠定短中长期成长的【科思股份】；2) 行业内卷加剧、龙头持续提份额、超越行业表现、增长确定性高的【珀莱雅】；3) 细分赛道高成长机会（重组胶原蛋白&再生材料等），如医美产品获批催化在即、业绩&估值望迎来双提振的【巨子生物】；4) 边际改善标的。
- **黄金珠宝**：金价 2 月末-4 月中旬累计上涨近 18%、涨幅大&速度快，展望 Q2，短期投资者观望情绪浓、对金饰零售有所扰动，重点关注后续金价走势；全年看，24 年高基数下业绩望兑现个位数到双位数增长，历史分红持续性&稳定性、股息率表现均亮眼，经营稳健下高分红确定性较强，红利股属性突出、经济预期偏谨慎下配置价值凸显，关注周大生、老凤祥。

投资逻辑

- **美妆**：美妆国货延续崛起之势，把握龙头、掘金改善
- ✓ **行业**：行业 β 弱化，抖音美妆持续快增、规模 1Q24 大幅超过天猫，天猫超头效益减弱：22 年/23 年化妆品社零增速 -4.5%/+5.1%、表现平稳；抖音&天猫 GMV 23 年同比延续个位数增长，天猫流量红利见顶、竞争加剧，抖音保持快速增长（商家倾斜资源、平台打通短视频/商品卡/直播卖货链条）、仍属红利赛道；中长期预计持续演绎国货品牌崛起&内部分化，竞争向产品力、精细化运营能力、品牌力等综合能力升维。
- ✓ **板块**：国货崛起，23 年盈利修复、1Q24 业绩增速环比改善。子板块看，1) **美妆品牌商分化加剧、1Q24 经营改善**：23 年营收同比+10%、较 22 年放缓，归母净利润同比+16%、其中 Q3/Q4 受“双十一”加码投放影响同比-9.2%/-10.1%；1Q24 营收/归母净利润同比+14.6%/+17.1%、环比改善。内部分化持续加深，珀莱雅、巨子生物延续靓丽增长，优化产品及渠道+聚焦组织效率提升、水羊股份/福瑞达/丸美股份势能向好，上海家化、贝泰妮 1Q24 经营改善。2) **全球个护原料龙头雏形初现**：科思防晒新品放量、拓展其他系列打开第三增长曲线，4Q23&1Q24 业绩符合预期，看好短中长期成长性。3) 生产商/代运营商基本面承压。
- **黄金珠宝**：经营稳健，红利股属性突出
- ✓ **行业**：黄金产品 23 年景气度延续、量价齐升（基础金价同比+14.7%、黄金首饰消费量同比+8%）；1Q24 高基数下金价上行催化边际减弱，金价上涨拉动消费者投资需求、挂牌金价高位短期抑制黄金饰品消费情绪（基础金价同比+16%，黄金首饰/金币&金条消费量同比-3%/+26.77%）。
- ✓ **板块具体看**，1) **成长性**：23 年板块营收同比+19.1%（表现好于金银珠宝类社零 13.3%的增速）、调整后归母净利润同比+31.7%；分季度看，Q1 旺季更旺（1-2 月元旦春节黄金产品消费集中释放+3 月金价急涨拉动投资需求）、Q2 延续亮眼表现（五一节日催化下黄金产品消费持续释放+去年低基数）、Q3 基数较高下增长稳健、Q4 低基数下增长提速。1Q24 高基数下兑现稳健增长（主要系基础金价同比+16%），营收同比+11.1%、调整后归母净利润同比+9.9%。2) **盈利性**：金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现，收入增长摊薄费用、盈利能力总体维稳；3) **渠道**：23 年开店目标顺利达成、24 年继续稳健扩张；4) **高股息属性突出**：分红稳定性&持续性、股息率均亮眼，23 年分红意愿普遍提高。

风险提示

- **化妆品**：新品销售/营销投放/渠道拓展不及预期；**黄金珠宝**：终端零售/加盟渠道拓展不及预期、金价剧烈波动

内容目录

1、美妆：竞争加剧、国货崛起，把握龙头、掘金改善.....	4
1.1、行业β弱化，抖音美妆持续快增、规模1Q24大幅超过天猫，天猫超头效益减弱.....	4
1.2、格局：中长期预计持续演绎国货品牌市占率提升&内部分化.....	5
1.2.1、护肤：竞争向品牌/产品/运营/研发等综合能力升维，国货品牌发力赶超.....	5
1.2.2、彩妆：国货品牌激流勇进，向核心底妆进发.....	6
1.3、板块总体：国货崛起23年盈利修复、1Q24业绩增速环比改善.....	6
1.4、子板块：美妆品牌商分化加剧，防晒剂龙头业绩延续亮眼，生产商/代运营商基本面承压.....	8
1.4.1、美妆品牌商：分化加剧，1Q24经营总体改善.....	8
1.4.2、原料商：持续推荐高毛利防晒新品放量、拓展其他系列的全球个护原料龙头科思股份.....	10
1.4.3、生产商：基本面承压，期待订单回暖下产能爬坡带来的盈利修复.....	11
1.4.4、代运营商：增长承压，寻找拓品类/增品牌/拓平台机会.....	11
2、黄金珠宝：经营稳健，红利股属性突出.....	11
2.1、黄金产品23年景气度延续，1Q24高基数下金价上行投资热情高、饰品边际减弱.....	11
2.2、23年表现亮眼，1Q24业绩基本稳健兑现.....	12
2.2.1、盈利性：金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现，收入增长摊薄费用、盈利能力维稳..	13
2.2.2、渠道：23年开店目标顺利达成，24年继续稳健扩张.....	15
2.2.3、分红稳定性&持续性亮眼，高股息属性突出.....	15
3、投资建议.....	16
4、风险提示.....	16
4.1、化妆品.....	16
4.2、黄金珠宝.....	16

图表目录

图表 1：22 年化妆品社零总体增速放缓，23 年来平稳增长.....	4
图表 2：23 年美妆天猫+抖音 GMV 同比+5.8%，天猫流量红利减弱、竞争激烈，抖音仍属于红利渠道.....	4
图表 3：我国护肤市场 21 年来新国货崛起趋势明显.....	5
图表 4：历年双十一美妆店铺销售前十品牌.....	6
图表 5：我国彩妆市场 2018-2021 年集中度提升、22 年/23 年集中度下降.....	6
图表 6：2018 年来国货彩妆品牌在国内市占率加速提升、22 年/23 年结构性下降.....	6
图表 7：化妆品板块个股样本.....	7
图表 8：1Q24 环比改善，营收 114 亿元、同比+11.2%.....	7
图表 9：1Q24 环比改善，归母净利润 13.4 亿元、同比+21.5%.....	7
图表 10：毛利率持续优化，23 年/1Q24 同比+3.8/+2PCT.....	8
图表 11：化妆品板块盈利性 23 年/1Q24 有所修复.....	8
图表 12：23 年化妆品板块费用率总体同比提升.....	8
图表 13：美妆品牌商普遍加码投放致化妆品板块销售费用率提升明显（单位：PCT）.....	8

图表 14:	23 年美妆品牌商营收同比+10%、较 22 年放缓, 1Q24 增速环比改善.....	9
图表 15:	3Q23/4Q23 品牌商归母净利润增长承压、1Q24 环比改善	9
图表 16:	23 年/1Q24 美妆品牌商净利率有所修复	9
图表 17:	美妆品牌商 3Q23/4Q23 归母净利率同比下降明显, 1Q24 归母净利率同比略增	9
图表 18:	美妆品牌商毛利率持续优化	9
图表 19:	产品结构改善+聚焦大单品, 23 年/1Q24 美妆品牌商毛利率同比+1.1/+2.4PCT.....	9
图表 20:	品牌商期间费用率同比持续提升	10
图表 21:	营销投放普遍加码, 品牌商销售费用率持续提升 (Q3/Q4 提升幅度更为明显)	10
图表 22:	加强成本管控, 品牌商管理费用率改善	10
图表 23:	品牌商研发费用率总体维稳	10
图表 24:	防晒剂新品放量, 1Q24 科思股份营收同比+21%.....	10
图表 25:	旺季业绩符合预期, 1Q24 归母净利润同比+37%.....	10
图表 26:	转固影响科思股份表观毛利率、1Q24 同比-1.2PCT	11
图表 27:	科思股份盈利水平维持高位、1Q24 归母净利率同比+3.6PCT	11
图表 28:	生产商 23 年/1Q24 营收增长承压	11
图表 29:	生产商 23 年/1Q24 业绩增长承压	11
图表 30:	代运营商 23 年/1Q24 营收增长承压	11
图表 31:	代运营商 23 年/1Q24 归母净利润低基数下修复	11
图表 32:	金银珠宝类社零 21 年来表现持续亮眼	12
图表 33:	金银珠宝类社零 23 年领跑可选消费, 1Q24 高基数下稳健增长	12
图表 34:	23 年黄金产品量价齐升, 1Q24 金价上涨拉动消费者投资需求、挂牌金价高位短期抑制黄金饰品消费情绪.....	12
图表 35:	黄金珠宝板块个股样本	13
图表 36:	23 年黄金珠宝板块营收同比+19.1%, 表现好于金银珠宝类社零 13.3%的增速.....	13
图表 37:	1Q24 黄金珠宝板块营收同比+11.1%、表现好于金银珠宝类社零 4.5%的增速.....	13
图表 38:	1Q24 黄金珠宝板块高基数下兑现稳健增长	13
图表 39:	黄金珠宝板块 23 年业绩增速靓丽	13
图表 40:	黄金产品占比提升、23 年黄金珠宝板块毛利率同比下降	14
图表 41:	23 年黄金珠宝板块调整后净利率同比提升	14
图表 42:	金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现	14
图表 43:	黄金珠宝板块销售费用率、管理费用率同比下行, 主要系收入增长摊薄	14
图表 44:	规模效应显现, 23 年黄金珠宝板块销售费用率同比下降	15
图表 45:	规模效应显现, 23 年黄金珠宝板块管理费用率同比下降	15
图表 46:	23 年开店目标顺利达成, 24 年继续稳健扩张	15
图表 47:	黄金珠宝板块分红比例&股息率均亮眼	16

1、美妆：竞争加剧、国货崛起，把握龙头、掘金改善

1.1、行业β弱化，抖音美妆持续快增、规模1Q24大幅超过天猫，天猫超头效益减弱

β弱化，22年开始化妆品行业增速总体放缓、23年来平稳增长。据国家统计局，2017-2021年限额以上化妆品零售额复合增速11.4%，高于同期限额以上商品零售总额5.2%的复合增速。22年/23年化妆品零售额增速-4.5%/+5.1%、低于同期限额以上商品零售总额1.9%/5.5%的增速，我们认为主要系渗透率增速放缓同时叠加大促透支、消费者在手库存居高。

图表1：22年化妆品社零总体增速放缓，23年来平稳增长

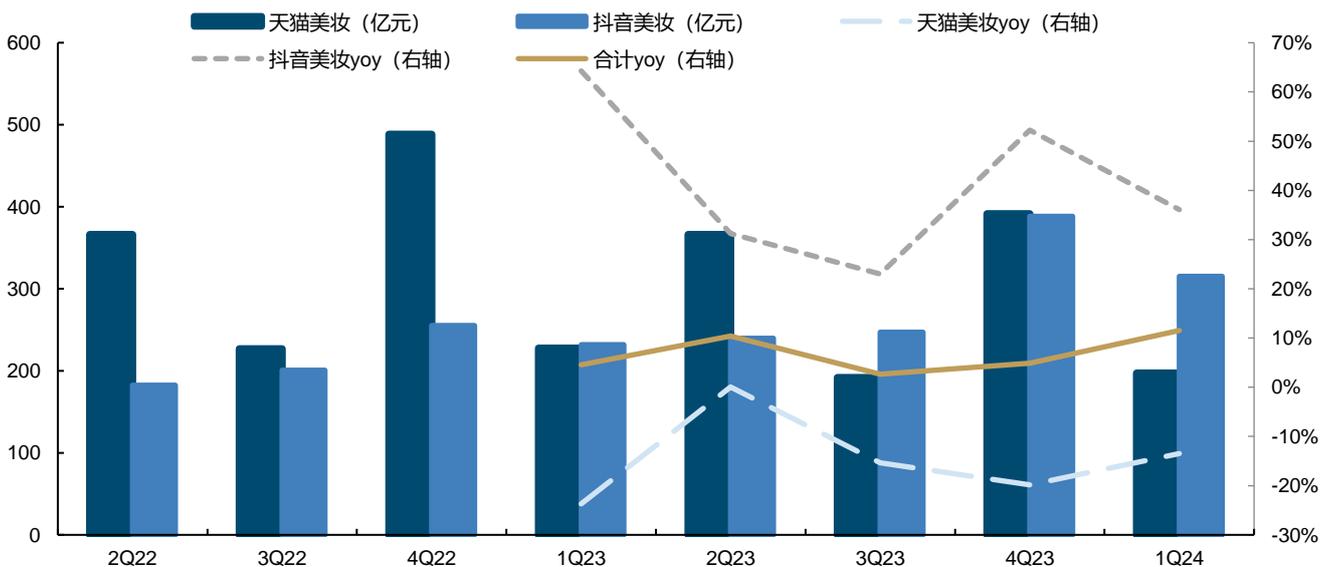


来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

天猫流量红利减弱、竞争激烈，抖音仍属于红利渠道。据久谦数据，23年天猫+抖音美妆类目GMV 2284亿元、同比+5.8%，其中抖音/天猫分别同比+42%/-14.7%；1Q24天猫+抖音美妆类目GMV 同比+11.5%，其中天猫/抖音分别同比-13.5%/+36.1%，天猫降幅环比略收窄、抖音延续高增。商家加大资源倾斜、平台发力商品卡&直播&短视频卖货，23年抖音美妆类目体量接近天猫、1Q24大幅超过天猫，抖音渠道成为美妆品牌商必争之地、重要性显著提升。

天猫超头3.8大促效益减弱，主要系今年取消预售（开卖时间晚于其他平台）&李佳琦自身流量趋弱&品牌方主动降低对单一主播依赖。

图表2：23年美妆天猫+抖音GMV同比+5.8%，天猫流量红利减弱、竞争激烈，抖音仍属于红利渠道



来源：久谦数据，国金证券研究所（注：美妆包含护肤+彩妆香水两个类目）

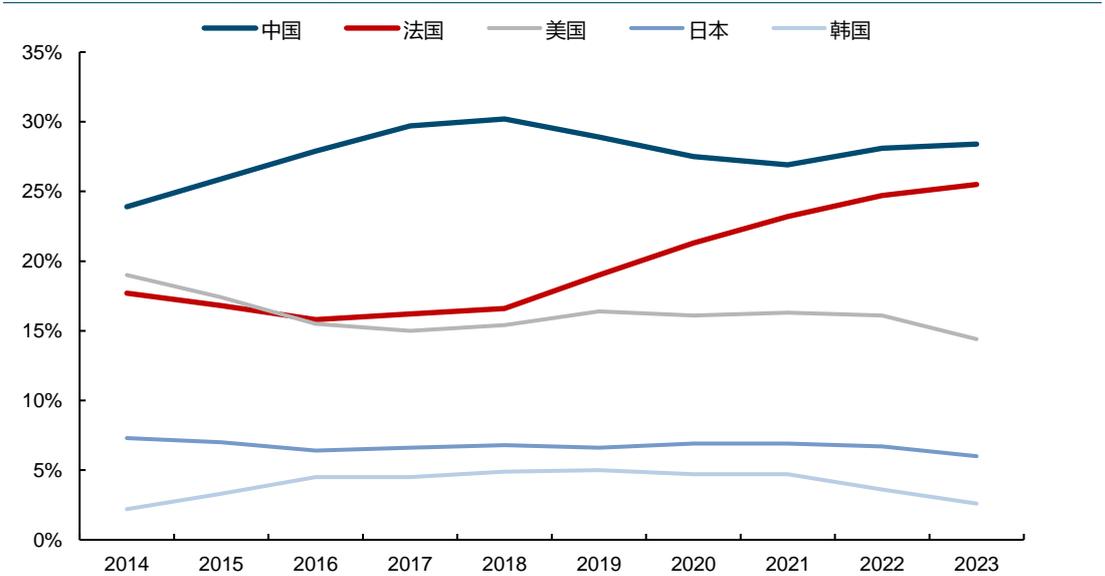
1.2、格局：中长期预计持续演绎国货品牌市占率提升&内部分化

1.2.1、护肤：竞争向品牌/产品/运营/研发等综合能力升维，国货品牌发力赶超

■ 行业总体：23 年国货延续崛起之势

我国护肤市场经历两轮国货崛起，第一轮（2013-2018 年）国货品牌凭借敏锐反应速度&大胆的营销投放迅速占领红利渠道，市场份额迅速提升，但品牌力和产品力略逊于国际品牌，2014-2018 年国货品牌市场份额由 23.9% 提升至 30.2%，产品主要以价值量偏低的套组、面膜等为主，其中百雀羚、自然堂表现突出（2014-2018 年市占率分别由 2.6% 提升至 4.5%、2.3% 提升至 3.4%）；第二轮新国货崛起（2021 年以来），竞争从单一要素演变至综合能力，比拼的是公司产品开发、配方研发、精细化运营、品牌力、产品力等多维能力，薇诺娜、珀莱雅等品牌不断追赶国际品牌，2021-2023 年国货品牌市场份额由 26.9% 提升至 28.4%。

图表3：我国护肤市场 21 年来新国货崛起趋势明显



来源：欧睿数据，国金证券研究所

■ 天猫：从“追赶”到“领跑”，国货龙头突出重围

国货品牌抢占先机：“渠道为王”红利下，早期胜手是谁最先进入红利渠道、谁最先让新崛起的红利渠道的消费者认知/完成首次购买，体现出高销售费用率（线下时代比的是铺网点速度，线上时代则是流量引入速度），规模体量小转弯相对容易、反应速度快的国货品牌往往能够抢占先机。参考 2012-2016 年以相宜本草/自然堂/御泥坊为代表的淘品牌快速发展，占据天猫“双”11 榜单主导地位。

国际品牌降维打击：渠道玩法逐渐透明、越来越多品牌涌入赛道，参考 2017-2019 年国际品牌降维打击下国货品牌发展趋弱，国际品牌逐步占领天猫“双”11 榜单。

国货品牌细分赛道突围：当市场容量逐步接近天花板（人群触达足够多），品牌重心转向“向宽”留住消费者（复购+连带），竞争回归产品力，只有满足消费者需求的产品才能最终得到消费者的长久青睐。国产品牌纷纷加强研发进军功效/成分党等细分景气赛道，薇诺娜/珀莱雅崛起，2020-2022 年薇诺娜连续 3 年跻身天猫“双”11 前十榜单，珀莱雅 22 年位列第五。

国货龙头更上一层楼、领跑榜单：存量市场、竞争加剧，国货龙头珀莱雅凭借大单品矩阵+超头流量赋能+超强精细化运营能力+敏锐消费者洞察力等完成从“追赶”到“领跑”的跃迁，23 年跻身天猫双 11 榜首。

图表4: 历年双十一美妆店铺销售前十品牌

排名	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	阿芙	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅
2	美即	美即	韩束	欧莱雅	自然堂	Olay	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅
3	御泥坊	百雀羚	欧莱雅	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	欧莱雅	欧莱雅	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	Olay	后	后	Olay	雅诗兰黛
5	牛尔	御泥坊	御泥坊	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	Olay	资生堂	珀莱雅	薇诺娜
6	百雀羚	自然堂	膜法世家	雅诗兰黛	Olay	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜
7	玉兰油	韩束	珀莱雅	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY	海蓝之谜	Olay
8	膜法世家	玉兰油	韩后	佰草集	一叶子	HFP	后	资生堂	SK-II	SK-II	修丽可
9	雅诗兰黛	膜法世家	佰草集	Olay	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	HR	HR
10	相宜本草	丸美	卡姿兰	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	HR	资生堂	娇兰

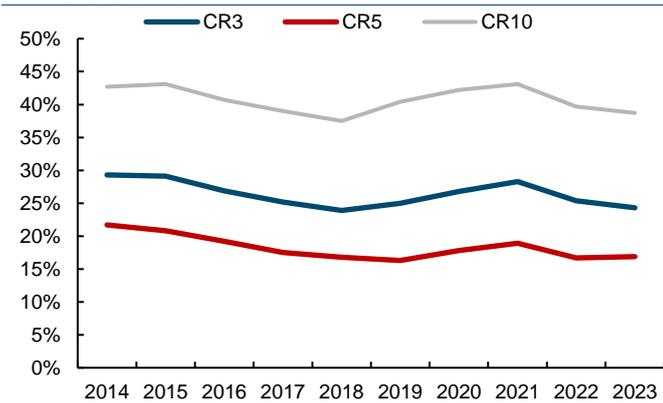
来源: 青眼情报, 国金证券研究所 (注: 蓝色底纹品牌为国产品牌)

1.2.2、彩妆: 国货品牌激流勇进, 向核心底妆进发

2018年来我国彩妆市场中国货品牌市占率加速提升, 至21年市场份额提升至29.7%, 主要系以完美日记为代表的时尚快消品牌+以花西子为代表的国风品牌借力直播渠道红利快速崛起, 22/23年国货品牌市场份额结构性下降至28.1%/25.5% (主要系受色彩类产品流行变化影响花西子/完美日记等市占率下降), 但底妆占优的化妆师IP/时尚品牌如毛戈平、彩棠、恋火等表现高速增长。

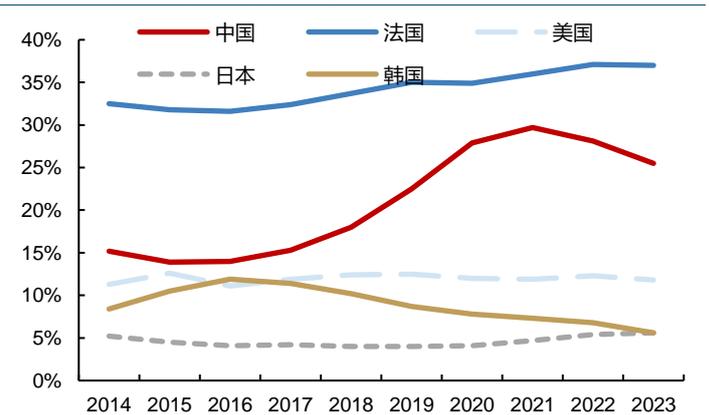
竞争格局来看, 2018-2021年集中度提升 (TOP3/TOP5/TOP10市占率由16.8%/23.9%/37.5%提升至18.9%/28.3%/43.1%), 22年/23年集中度下降、23年TOP20品牌中国货品牌占据5席。其中, 底妆占优的国货品牌 (如毛戈平、彩棠等) 市占率自2018年持续提升。

图表5: 我国彩妆市场2018-2021年集中度提升、22年/23集中度下降



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

图表6: 2018年来国货彩妆品牌在国内市占率加速提升、22年/23年结构性下降



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

1.3、板块总体: 国货崛起 23年盈利修复、1Q24业绩增速环比改善

我们选择珀莱雅、贝泰妮、科思股份等作为化妆品板块样本股, 并进一步划分品牌商、代运营商、生产商、原料商等子板块。

图表7: 化妆品板块个股样本

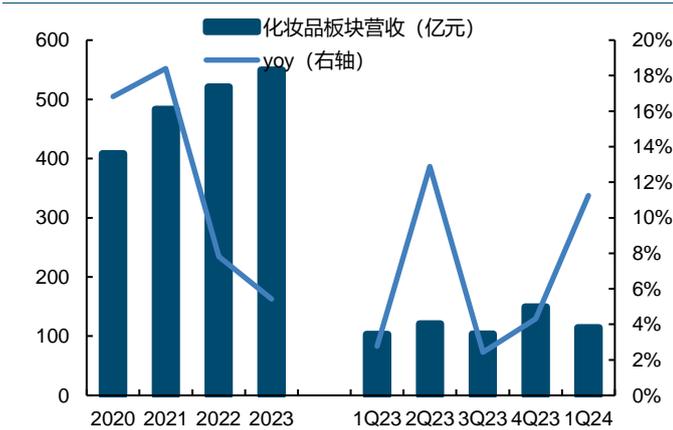
美妆品牌商	上海家化	代运营商	壹网壹创
	珀莱雅		丽人丽妆
	丸美股份		若羽臣
	水羊股份		凯淳股份
	贝泰妮	生产商	青松股份
	华熙生物		嘉亨家化
	福瑞达	原料商	科思股份
	敷尔佳		丽臣实业
	巨子生物		个护品牌商

来源: 国金证券研究所

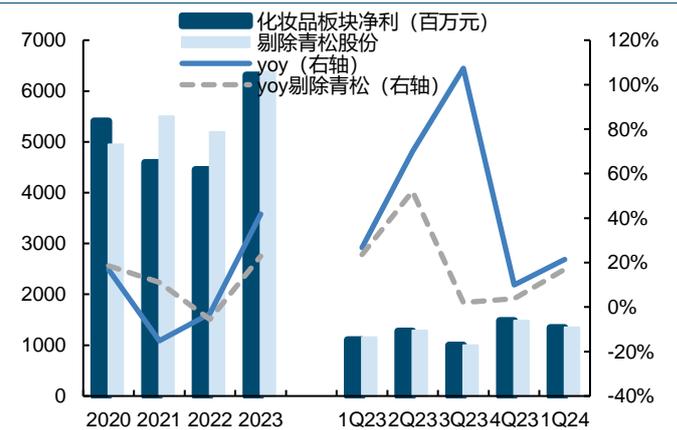
23年化妆品板块营收/归母净利润549/63.11亿元、同比+5.4%/+42%，利润增速高于收入增速主要系1)青松股份大幅减亏，若剔除青松股份影响，营收/归母净利润同比+7.7%/+23%；2)美妆品牌商中珀莱雅、巨子生物延续靓丽增长，丸美股份、水羊股份业绩低基数下高增。1Q24环比改善，营收/归母净利润114/13.44亿元、同比+11.2%/+21.5%。

图表8: 1Q24环比改善，营收114亿元、同比+11.2%

图表9: 1Q24环比改善，归母净利润13.4亿元、同比+21.5%



来源: Wind, 国金证券研究所



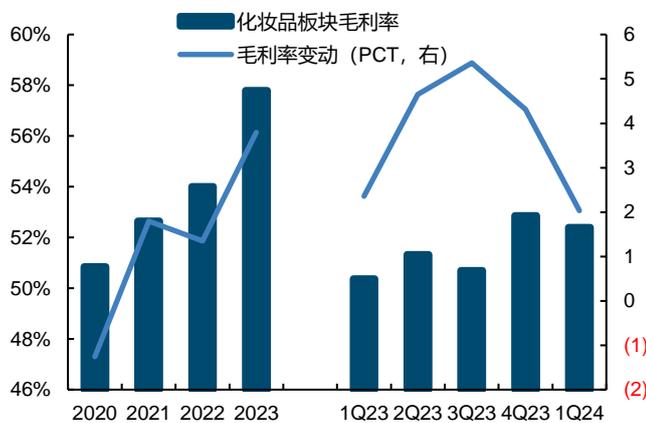
来源: Wind, 国金证券研究所

毛利端：持续优化，23年/1Q24 化妆品板块毛利率同比+3.8/+2PCT。1) 美妆品牌商：产品升级&结构优化、聚焦大单品策略，23年/1Q24 毛利率同比+1.1/+2.4PCT；2) 生产商：毛利率低基数下修复；3) 原料商：防晒剂新老产品价格锁定高位、高毛利新品占比提升，23年龙头科思股份毛利率同比显著提升 12.2%，受安庆工厂转固增加折旧摊销影响 1Q24 毛利率同比-1.2PCT。

费用端：管理&研发费用率维稳，品牌商普遍加码投放致销售费用率提升明显、主要系流量成本上升+高投放抖音渠道占比提升。23年美妆品牌商销售费用率同比+3.1PCT（分季度看，Q1-Q4 分别同比+0.7/+0.4/+3.6/+5PCT、下半年提升更为明显），1Q24 继续同比+2.3PCT。

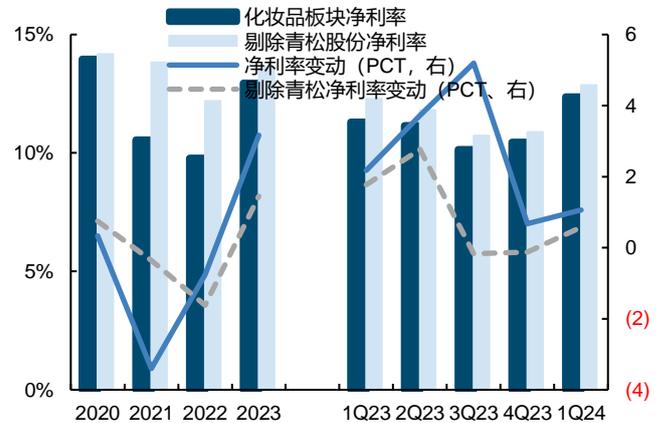
盈利性：23年/1Q24 化妆品板块归母净利率 12.9%/10.4%、同比+3.2/+1.1PCT。子板块看，美妆品牌商盈利水平维稳，23年同比+0.2PCT（1H23 提升、2H23 受营销加码拖累净利率下降），1Q24 同比+0.3PCT；生产商/代运营商触底小幅恢复；原料商龙头科思股份表现亮眼（23/1Q24 同比+8.6/+3.6PCT）。

图表10：毛利率持续优化，23年/1Q24 同比+3.8/+2PCT



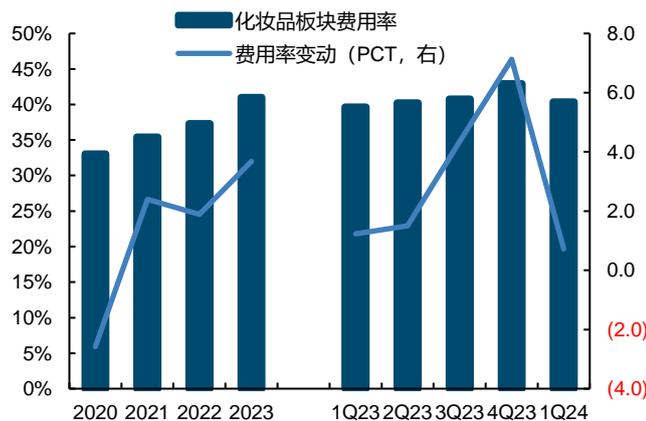
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：化妆品板块盈利性 23年/1Q24 有所修复



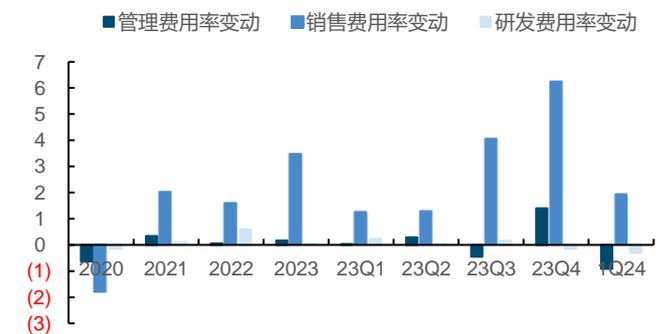
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：23年化妆品板块费用率总体同比提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：美妆品牌商普遍加码投放致化妆品板块销售费用率提升明显（单位：PCT）



来源：Wind，国金证券研究所

1.4、子板块：美妆品牌商分化加剧，防晒剂龙头业绩延续亮眼，生产商/代运营商基本承压

1.4.1、美妆品牌商：分化加剧，1Q24 经营总体改善

23年美妆品牌商营收同比+10%、较22年放缓，归母净利润同比+16%、其中Q3/Q4受“双十一”加码投放影响同比-9.2%/-10.1%；1Q24 营收/归母净利润同比+14.6%/+17.1%、环比改善。结构看，分化持续加深，珀莱雅、巨子生物延续靓丽增长，优化产品及渠道+聚

焦组织效率提升、水羊股份/福瑞达/丸美股份势能向好，上海家化、贝泰妮 1Q24 经营改善。

图表14: 23年美妆品牌商营收同比+10%、较22年放缓, 1Q24增速环比改善

	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	-7%	9%	-7%	-7%	-6%	3%	-11%	-14%	-4%
珀莱雅	20%	23%	38%	39%	29%	46%	21%	51%	35%
丸美股份	-3%	2%	-3%	29%	25%	34%	46%	17%	39%
水羊股份	54%	35%	-6%	-5%	0%	8%	-5%	-19%	-1%
贝泰妮	36%	53%	25%	10%	7%	21%	26%	-1%	27%
敷尔佳	18%	4%	7%	9%	5%	7%	-5%	31%	10%
巨子生物	25%	30%	53%	48%	63%		39%		-
华熙生物	112%	147%	39%	-18%	-8%		-28%		-
福瑞达	120%	117%	32%	23%	13%	7%	32%	41%	15%
品牌商	18%	31%	15%	10%	7.1%	18.3%	8.5%	12.5%	14.6%

图表15: 3Q23/4Q23品牌商归母净利润增长承压, 1Q24环比改善

	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	-23%	51%	-27%	6%	16%	269%	-40%	-33%	11%
珀莱雅	21%	21%	42%	46%	31%	110%	24%	39%	46%
丸美股份	-10%	-47%	-30%	49%	20%	1%	扭亏	58%	41%
水羊股份	415%	69%	-47%	135%	25%	119%	4%	扭亏	-23%
贝泰妮	32%	59%	22%	-28%	8%	17%	6%	-67%	12%
敷尔佳	-2%	24%	5%	-12%	-1%	-1%	-37%	7%	-5%
巨子生物	50%	0%	21%	45%	53%		39%		-
品牌商	13%	19.2%	6.7%	16.0%	14.8%	56.1%	-9.2%	-10.1%	17.1%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1) 福瑞达/华熙生物仅包含化妆品业务; 2) 1Q23-1Q24 品牌商营收增速未包含华熙生物化妆品业务、巨子生物)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商归母净利润增速计算时未包含巨子生物)

聚焦大单品+产品/渠道结构优化, 23年/1Q24毛利率同比+1.1/+2.4PCT。

图表16: 23年/1Q24美妆品牌商净利率有所修复

	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	6.1%	8.5%	6.6%	7.6%	11.6%	4.3%	6.4%	7.0%	13.4%
珀莱雅	12.7%	12.4%	12.8%	13.4%	12.8%	14.5%	15.2%	12.3%	13.9%
丸美股份	26.6%	13.9%	10.1%	11.7%	16.5%	8.9%	9.0%	12.4%	16.7%
水羊股份	3.8%	4.7%	2.6%	6.5%	5.0%	7.3%	3.5%	10.2%	3.9%
贝泰妮	20.6%	21.5%	21.0%	13.7%	18.3%	19.4%	12.1%	8.5%	16.1%
敷尔佳	40.9%	48.8%	47.9%	38.8%	42.7%	39.2%	38.8%	35.9%	37.1%
巨子生物	69.4%	53.3%	42.4%	41.2%	41.5%		40.9%		-
品牌商净利率	16.3%	16.0%	15.4%	15.7%	13.9%	13.2%	11.8%	11.9%	14.2%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商归母净利润率计算时未包含巨子生物)

图表17: 美妆品牌商3Q23/4Q23归母净利率同比下降明显, 1Q24归母净利率同比略增

	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	-1.8%	0.9%	2.2%	6.9%	-3.1%	-2.0%	1.8%
珀莱雅	0.4%	0.6%	0.2%	4.4%	0.4%	-1.0%	1.1%
丸美股份	-3.8%	1.6%	-0.6%	-2.9%	8.1%	3.2%	0.2%
水羊股份	-2.1%	3.9%	1.0%	3.7%	0.3%	9.8%	-1.1%
贝泰妮	-0.5%	-7.3%	0.3%	-0.7%	-2.3%	-16.7%	-2.2%
敷尔佳	-1.0%	-9.1%	-2.9%	-3.1%	-19.7%	-8%	-5.6%
巨子生物	-11.0%	-1.2%	-2.9%		0.0%		-
品牌商	-0.6%	0.2%	1.0%	3.1%	-3.4%	-3.6%	0.3%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商归母净利率同比变动计算时未包含巨子生物)

图表18: 美妆品牌商毛利率持续优化

	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	60%	59%	57%	59%	61%	59%	58%	57%	63%
珀莱雅	64%	66%	70%	70%	70%	71%	73%	68%	70%
丸美股份	66%	64%	68%	71%	69%	71%	72%	70%	75%
水羊股份	49%	52%	53%	58%	54%	60%	60%	60%	61%
贝泰妮	76%	76%	75%	74%	76%	75%	79%	70%	72%
敷尔佳	76%	82%	83%	82%	83%	83%	82%	82%	81%
巨子生物	85%	87%	84%	84%	84%		83%		-
品牌商毛利	55%	66%	68%	69%	66%	68%	69%	67%	68%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商毛利率计算时未包含巨子生物)

图表19: 产品结构改善+聚焦大单品, 23年/1Q24美妆品牌商毛利率同比+1.1/+2.4PCT

	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	-1.6%	1.9%	-1.5%	2.8%	3.5%	3.3%	2.1%
珀莱雅	3.2%	0.2%	2.5%	2.3%	0.7%	-2.0%	0.1%
丸美股份	4.4%	2.3%	2.0%	-0.1%	7.5%	1.1%	5.9%
水羊股份	1.1%	5.3%	-0.6%	4.0%	4.7%	11.7%	7.6%
贝泰妮	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-1.3%	2.2%	-3.3%	-4.0%
敷尔佳	1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.3%	-0.4%	-2.0%	-1.2%
巨子生物	-2.9%	-0.8%	-1.0%		-0.7%		-
品牌商	1.6%	1.1%	0.3%	2.2%	5.4%	3.1%	2.4%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商毛利率同比变动计算时未包含巨子生物)

市场竞争激烈、费用投放普遍加码, 品牌商销售费用率持续上升、双十一拉动下 3Q23、4Q23 提升幅度更为明显, 流量成本上升下愈发考验精细化运营能力。

图表20: 品牌商期间费用率同比持续提升

	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	-2.9%	5.4%	-0.5%	1.0%	12.6%	9.0%	-4.5%
珀莱雅	0.5%	0.9%	2.0%	1.0%	-3.2%	2.4%	1.6%
丸美股份	9.7%	3.3%	2.3%	1.8%	2.2%	5.4%	6.5%
水羊股份	3.4%	-0.1%	-0.7%	-2.8%	3.6%	-0.5%	5.4%
贝泰妮	2.0%	7.3%	-0.5%	2.9%	1.3%	15.5%	-2.3%
敷尔佳	6.0%	5.9%	4.9%	3.2%	6.2%	12.9%	5.2%
品牌商	1.6%	3.2%	0.6%	0.9%	2.2%	5.7%	0.8%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商期间费用率同比变动计算时未包含巨子生物)

图表21: 营销投放普遍加码, 品牌商销售费用率持续提升 (Q3/Q4 提升幅度更为明显)

	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	-1.2%	4.7%	0.9%	-0.9%	11.7%	6.9%	-3.5%
珀莱雅	0.6%	1.0%	0.9%	1.2%	-1.1%	1.8%	3.6%
丸美股份	7.4%	5.0%	5.0%	3.4%	5.7%	5.5%	7.8%
水羊股份	2.5%	-1.7%	-2.1%	-3.0%	4.9%	-6.5%	5.1%
贝泰妮	-0.9%	6.4%	-0.4%	1.9%	-0.3%	14.5%	-0.9%
敷尔佳	6.0%	5.5%	3.5%	2.3%	7.4%	7.7%	9.3%
巨子生物	7.6%	3.2%	7.8%		-0.3%		
品牌商	1.4%	3.1%	0.7%	0.4%	3.6%	5.0%	2.3%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商销售费用率同比变动计算时未包含巨子生物)

图表22: 加强成本管控, 品牌商管理费用率改善

	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	-1.5%	0.5%	-0.6%	0.3%	-0.4%	3.1%	-2.6%
珀莱雅	0.0%	0.0%	0.7%	0.3%	-2.3%	0.8%	-1.4%
丸美股份	0.8%	-1.5%	-2.1%	-1.7%	-3.0%	-0.3%	-1.2%
水羊股份	0.2%	1.1%	-0.2%	1.1%	-3.3%	6.4%	1.5%
贝泰妮	0.7%	0.6%	0.1%	0.1%	0.2%	1.5%	-0.8%
敷尔佳	0.2%	2.0%	3.1%	2.0%	4.3%	4.4%	-0.7%
巨子生物	0.0%	-2.0%	-2.2%		-1.8%		
品牌商	-0.3%	0.0%	-0.2%	0.3%	-1.9%	1.6%	-1.3%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商管理费用率同比变动计算时未包含巨子生物)

图表23: 品牌商研发费用率总体维稳

	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
上海家化	0.1%	0.0%	0.2%	0.6%	0.1%	-1.0%	0.2%
珀莱雅	0.4%	-0.1%	0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-1.0%
丸美股份	0.2%	-0.3%	-0.6%	0.0%	-0.7%	0.0%	-0.3%
水羊股份	0.6%	-0.2%	0.6%	-0.4%	-0.8%	-0.1%	-0.6%
贝泰妮	2.3%	0.3%	0.1%	0.9%	1.6%	-0.5%	-1.0%
敷尔佳	0.6%	0.8%	0.2%	0.3%	1.0%	2.9%	0.0%
巨子生物	0.3%	0.3%	0.2%		0.3%		
品牌商	0.7%	0.1%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.5%	-0.4%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q23-1Q24 品牌商研发费用率同比变动计算时未包含巨子生物)

1.4.2、原料商: 持续推荐高毛利防晒新品放量、拓展其他系列的全球个护原料龙头科思股份

科思股份: 防晒剂景气度持续, 4Q23/1Q24 旺季业绩符合预期, 1Q24 环比仍有增长、增量主要来自防晒剂新品放量。盈利水平维持高位, 转固影响毛利率表现, 4Q23 毛利率 46.64%、环比-3.47PCT (系安庆工厂转固增加折旧摊销), 高毛利防晒剂新品占比提升、1Q24 毛利率 47.82% (环比+1.19PCT), 随安庆工厂产能利用率提升、预计转固影响逐季减弱; 归母净利率 30.87%、同比+3.61PCT、环比-0.68PCT。

展望 24 年, 1) 防晒剂新品新扩产能释放、销量望翻倍增长: PA/EHT 等 3Q23 扩产完成、预计 24 年加速放量, 同时 PS 美国 FDA 认证预计 24 年获实质性进展、将进一步打开需求; 2) 个护原料 (PO&氨基酸表活) 3Q23 投产、大客户宝洁/联合利华验证有序推进, 预计 2Q24 开始出货。

图表24: 防晒剂新品放量, 1Q24 科思股份营收同比+21%

	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
科思股份	8.1%	61.8%	36.0%	42.3%	47.9%	36.3%	21.3%	21.1%
丽臣实业	15.9%	10.8%	6.7%	11.8%	16.4%	1.6%	0.4%	16.5%
原料商	13.6%	25.3%	17.5%	23.8%	28.2%	13.2%	8.2%	18.6%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 旺季业绩符合预期, 1Q24 归母净利润同比+37%

	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
科思股份	-18.7%	192.1%	89.0%	176%	114%	73%	47%	37%
丽臣实业	-19.6%	-32.9%	13.2%	27.5%	57.2%	36.2%	-32.8%	-15.9%
原料商	-19.2%	63.0%	71.1%	125.1%	104%	66%	28%	27%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 转固影响科思股份表现毛利率、1Q24 同比-1.2PCT

	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
科思股份	-6.2%	9.9%	12.2%	22.8%	15.6%	10.9%	1.7%	-1.2%
丽臣实业	-3.4%	-4.1%	0.6%	-0.1%	0.4%	2.6%	-0.4%	-0.9%
原料商	-4.4%	1.9%	7.0%	11.0%	8.3%	7.9%	1.9%	-0.7%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 科思股份盈利水平维持高位、1Q24 归母净利率同比+3.6PCT

	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
科思股份	-4.0%	9.8%	8.6%	13.2%	9.8%	6.8%	5.6%	3.6%
丽臣实业	-2.9%	-2.6%	0.2%	0.7%	1.0%	1.1%	-1.6%	-1.5%
原料商	-3.3%	2.4%	4.8%	6.8%	5.9%	4.9%	2.3%	1.1%

来源: Wind, 国金证券研究所

1.4.3、生产商：基本面承压，期待订单回暖下产能爬坡带来的盈利修复

嘉亨家化 23 年收入/归母净利润同比-3.4%/-42.4%、1Q24 同比-5.4%/亏损，主要系需求偏弱+湖州嘉亨处初步投产期、产能利用率较低；面膜和护肤品订单需求仍待复苏、湿巾出口仍有承压，面对外部压力聚焦内部生产和管理效率提升，青松股份 23 年/1Q24 亏损收窄。

图表28: 生产商 23 年/1Q24 营收增长承压

	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
青松股份	-4.4%	-21.0%	-32.5%	-42.2%	-27.7%	-28.8%	-31.8%	-4.3%
嘉亨家化	19.9%	-9.4%	-3.4%	-14.8%	10.7%	-6.4%	-0.5%	-5.4%
生产商	-24.1%	-3.0%	-1.0%	-34.9%	-19.2%	-22.2%	-23.3%	-4.7%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 生产商 23 年/1Q24 业绩增长承压

	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
青松股份	亏损	亏损	亏损	亏损收窄	亏损收窄	大幅减亏	亏损收窄	亏损收窄
嘉亨家化	4.0%	-28.3%	-42.4%	-67.5%	-16.4%	-42.5%	-34.6%	亏损

来源: Wind, 国金证券研究所

1.4.4、代运营商：增长承压，寻找拓品类/增品牌/拓平台机会

受天猫流量趋于饱和、成长红利减弱，线上流量成本上升、竞争加剧，业务结构调整，新渠道/新品类贡献增量有限，21 年开始代运营板块营收与净利增长承压。21-23 年代运营板块营收同比-6.5%/-8.7%/-10.5%，归母净利润同比-1%/-92%/底部小幅修复。

图表30: 代运营商 23 年/1Q24 营收增长承压

	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
壹网壹创	-10%	-13%	36%	-16%	5%	-10%	-26%	-25%	1%
丽人丽妆	19%	-10%	-22%	-15%	-14%	-2%	-9%	-27%	-23%
若羽臣	18%	13%	-6%	12%	-1%	23%	-16%	34%	32%
凯淳股份	15%	-6%	-8%	-16%	-2%	5%	-26%	-31%	-27%
代运营	12.3%	-6.5%	-8.7%	-10.5%	-6.6%	0.9%	-17.2%	-16.6%	-6.6%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 代运营商 23 年/1Q24 归母净利润低基数下修复

	2020	2021	2022	2023	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
壹网壹创	42%	5%	-45%	-40%	-18%	-16%	-36%	-117%	-31%
丽人丽妆	19%	21%	-134%	121%	-291%	扭亏为盈	减亏	减亏	减亏
若羽臣	3%	-67%	16%	61%	95%	181%	42%	22%	86%
凯淳股份	27%	-43%	-112%	219%	114%	亏损扩大	亏损扩大	亏损扩大	亏损扩大
代运营	25%	-1%	-92%	190%	-55%	9%	8632%	扭亏	30%

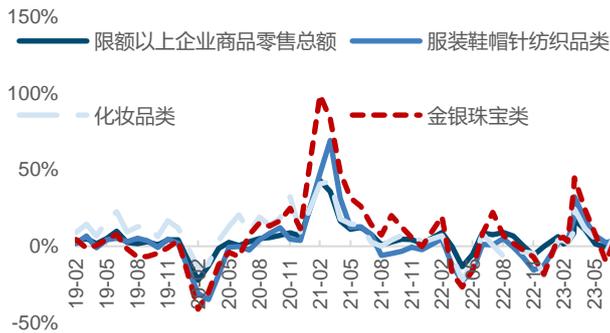
来源: Wind, 国金证券研究所

2、黄金珠宝：经营稳健，红利股属性突出

2.1、黄金产品 23 年景气度延续，1Q24 高基数下金价上行投资热情高、饰品边际减弱

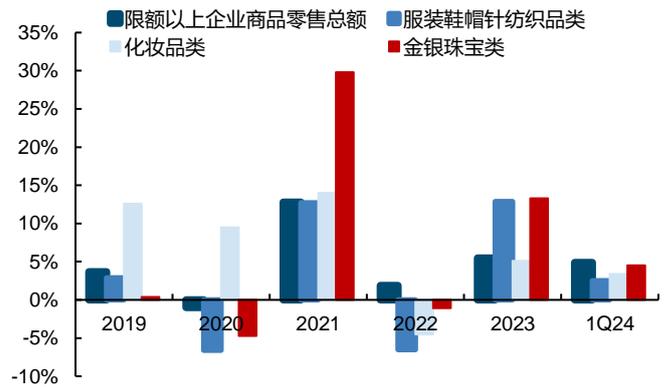
金银珠宝类社零 23 年领跑可选消费品类，1Q24 高基数下稳健增长。据国家统计局，2023 年金银珠宝类商品零售类累计值 3310 亿元、同增 13.3%，高于社零总额 7.2%的增速、同时领跑可选消费品类，该增速居于近 10 年来第二位，仅次于 27.99%的增速。1Q24 高基数下稳健增长、同比+4.5%、高于社零总额 3.1%的增速。

图表32: 金银珠宝类社零21年来表现持续亮眼



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

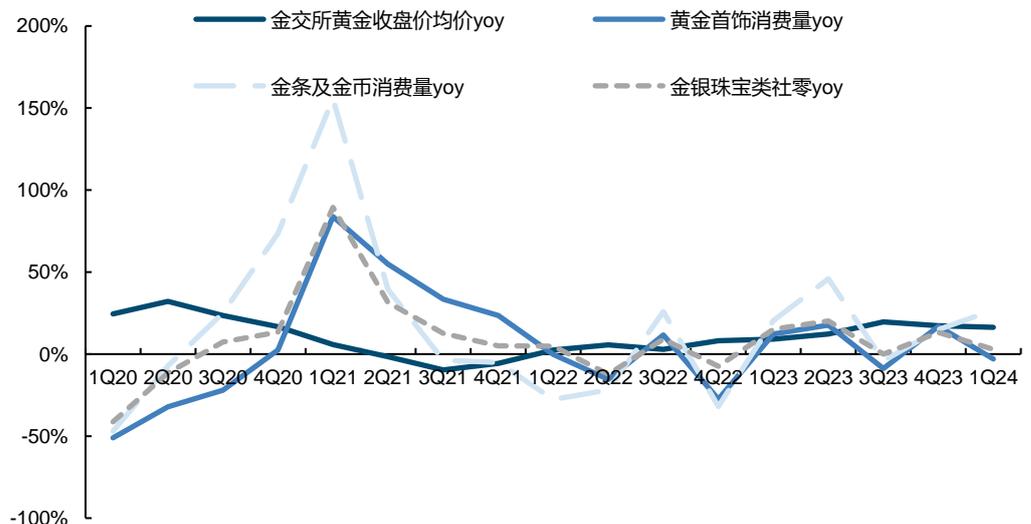
图表33: 金银珠宝类社零23年领跑可选消费, 1Q24高基数下稳健增长



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

23年黄金产品量价齐升, 1Q24金价上涨拉动消费者投资需求、挂牌金价高位短期抑制黄金饰品消费情绪。1) 价: 受世界经济复苏乏力, 地缘政治冲突加剧, 保护主义上升等外部因素影响, 金价单边上涨, 23年上海黄金交易所 Au9999 黄金收盘平均价格同比+14.7%, 分季度看, 1Q23-1Q24 分别同比+9%/+12%/+20%/+17%/+16%。2) 量: 据中国黄金协会, 23年黄金首饰/金条及金币用金消费量同比+8%/+16%; 1Q24 分别同比-3%/+26.77%, 金价急速上涨短期强化消费者观望情绪、对黄金首饰终端消费造成一定抑制, 拉动投资类黄金购买热情。

图表34: 23年黄金产品量价齐升, 1Q24金价上涨拉动消费者投资需求、挂牌金价高位短期抑制黄金饰品消费情绪



来源: iFind, 中国黄金协会, 国金证券研究所

2.2、23年表现亮眼, 1Q24业绩基本稳健兑现

我们选择老凤祥、豫园股份、中国黄金、周大生、菜百股份、迪阿股份、曼卡龙、潮宏基作为黄金珠宝板块样本股。

图表35: 黄金珠宝板块个股样本

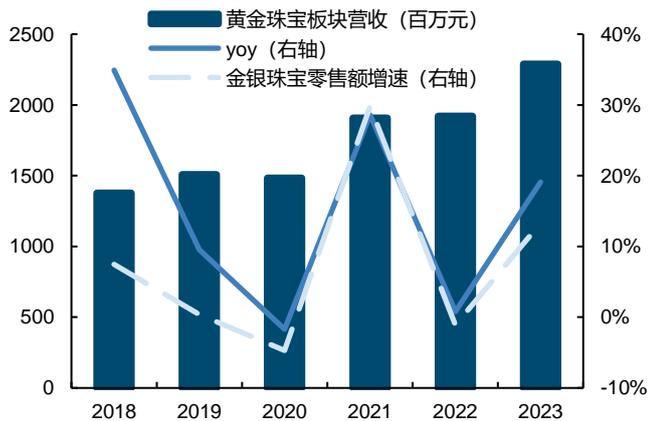
公司	收入yoy					归母净利润yoy				
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
老凤祥	33%	3%	10%	-1%	4%	76%	15%	49%	-27%	12%
豫园股份	25%	25%	6%	11%	13%	1%	348%	-89%	-107%	-46%
中国黄金	12%	22%	13%	32%	13%	19%	27%	17%	54%	21%
周大生	50%	69%	15%	74%	23%	26%	27%	3%	38%	-7%
菜百股份	46%	78%	25%	70%	25%	31%	159%	66%	11%	16%
迪阿股份	-42%	-38%	-48%	-31%	-40%	-73%	-123%	-89%	-88%	-71%
曼卡龙	3%	32%	2%	33%	45%	29%	61%	23%	157%	21%
潮宏基	22%	61%	24%	35%	18%	30%	54%	23%	-157%	5%
板块总体	25%	21%	10%	20%	11%	13%	90%	3%	-82%	-2%
总体 (除豫园、迪阿)	27%	21%	13%	27%	11%	42%	32%	30%	17%	10%

来源: 各公司公告, Wind, 国金证券研究所

23年黄金珠宝板块表现亮眼, 营收同比+19.1% (表现好于金银珠宝类社零 13.3%的增速), 归母净利润同比-12.6%, 若剔除迪阿股份 (钻石镶嵌类需求疲软)、豫园股份 (地产业务拖累业绩) 影响同比+31.7%。分季度看, Q1 旺季更旺 (1-2 月元旦春节黄金产品消费集中释放+3 月金价急涨拉动投资需求)、Q2 延续亮眼表现 (五一节日催化下黄金产品消费持续释放+去年低基数)、Q3 基数较高下增长稳健、Q4 低基数下增长提速。

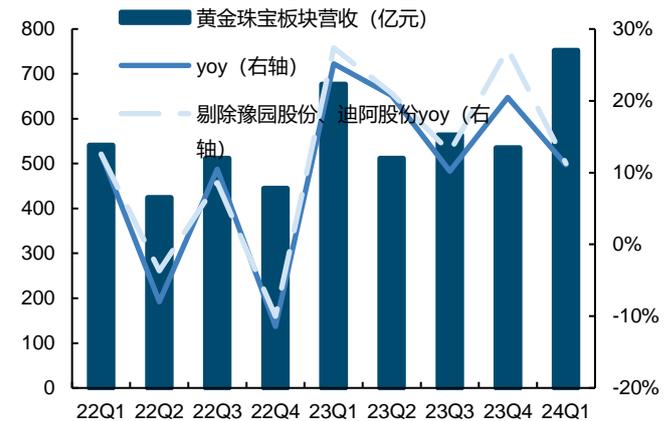
1Q24 高基数下兑现稳健增长, 营收同比+11.1%、主要系基础金价同比+16%拉动, 营收增速表现好于金银珠宝类社零 4.5%的增速、行业集中度提升格局延续; 调整后 (剔除迪阿股份、豫园股份影响) 归母净利润同比+9.9%。

图表36: 23年黄金珠宝板块营收同比+19.1%, 表现好于金银珠宝类社零 13.3%的增速



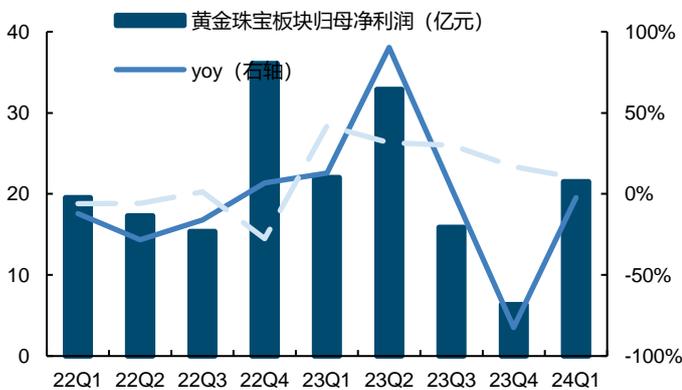
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 1Q24 黄金珠宝板块营收同比+11.1%、表现好于金银珠宝类社零 4.5%的增速



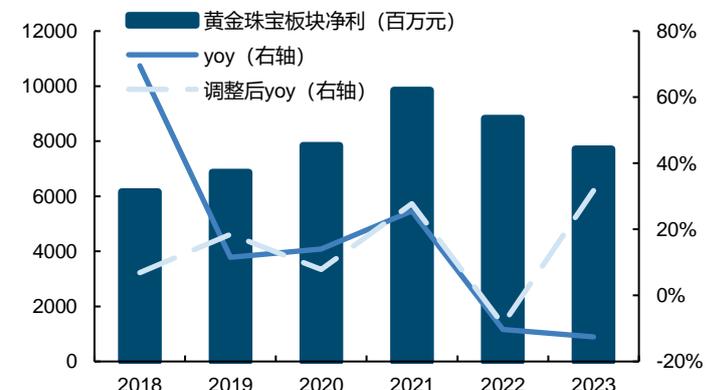
来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 1Q24 黄金珠宝板块高基数下兑现稳健增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表39: 黄金珠宝板块 23 年业绩增速靓丽



来源: Wind, 国金证券研究所

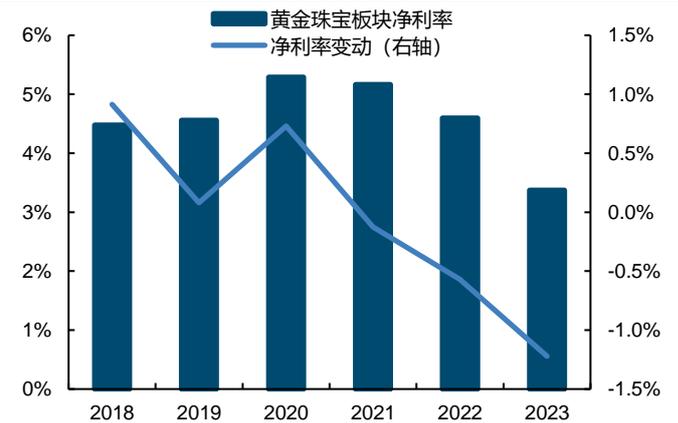
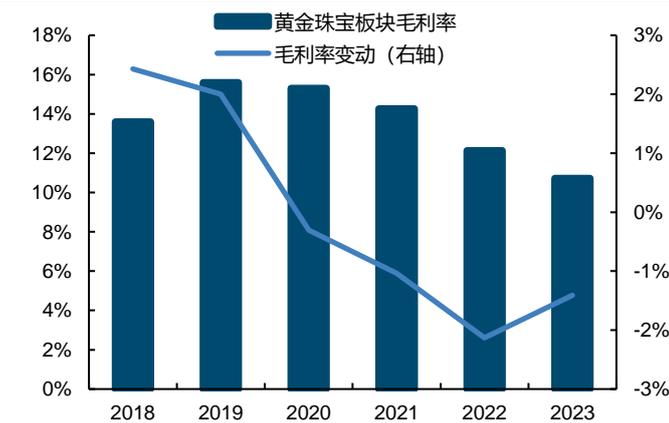
2.2.1、盈利性: 金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现, 收入增长摊薄费用、盈利能力维稳

影响单季度毛利率表现主要有：产品及渠道结构变化、金价季度内/环比趋势。由于生产、采购、销售模式、黄金产品占比、套期保值比例等不同，黄金珠宝品牌商对金价波动的敏感度也有所差异。其中潮宏基/周大生毛利率受金价波动影响较小，菜百股份、中国黄金、老凤祥毛利率对于金价波动敏感度更高。多因素影响毛利率表现、收入增长摊薄费用，盈利能力总体维稳。

老凤祥受益金价上行 23 年/1Q24 毛利率同比+0.72/+0.35PCT，毛利较低的黄金产品占比提升、周大生/潮宏基毛利率同比下行，贵金属投资黄金产品占比上升、菜百股份 1Q24 毛利率同比-1.37PCT。

图表40：黄金产品占比提升、23 年黄金珠宝板块毛利率同比下降

图表41：23 年黄金珠宝板块调整后净利率同比提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表42：金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现

公司	毛利率变动					归母净利率变动				
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
老凤祥	0.1%	1.7%	0.8%	0.4%	0.3%	0.7%	0.4%	0.8%	-1.0%	0.2%
豫园股份	-4.4%	-3.8%	-3.2%	-3.6%	-0.3%	-0.5%	11.1%	-1.2%	-18.6%	-1.2%
中国黄金	-0.1%	-0.2%	1.7%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%
周大生	-2.3%	-5.5%	-0.1%	-4.7%	-2.3%	-1.7%	-3.1%	-1.0%	-1.5%	-2.1%
菜百股份	-1.3%	1.4%	-0.1%	-1.6%	-1.4%	-0.5%	1.7%	1.1%	-1.4%	-0.3%
迪阿股份	-1.3%	-1.4%	-2.8%	3.0%	-4.0%	-16.5%	-32.3%	-16.1%	5.6%	-7.4%
曼卡龙	0.9%	-4.1%	-2.0%	-0.7%	-6.0%	1.6%	0.9%	0.8%	0.8%	-1.3%
潮宏基	-3.2%	-7.2%	-2.2%	-4.4%	-3.1%	0.5%	-0.3%	0.0%	4.9%	-0.9%
板块总体	-1.8%	-1.0%	-0.7%	-2.2%	-0.5%	-0.4%	2.4%	-0.2%	-6.9%	-0.4%
总体 (除豫园、迪阿)	0.0%	0.7%	0.9%	-0.5%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.5%	-0.2%	0.0%

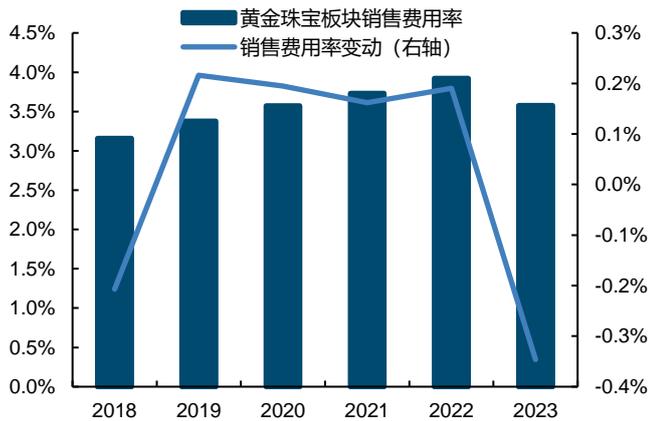
来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

图表43：黄金珠宝板块销售费用率、管理费用率同比下行，主要系收入增长摊薄

公司	销售费用率变动					管理费用率变动				
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
老凤祥	-0.1%	0.3%	-0.5%	1.8%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.5%	-0.1%
豫园股份	-0.8%	-0.6%	0.3%	-0.4%	-0.7%	-1.6%	-0.5%	-1.2%	-2.9%	0.0%
中国黄金	-0.3%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
周大生	-1.2%	-1.5%	0.0%	-2.4%	0.4%	-0.3%	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.1%
菜百股份	0.0%	-1.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.1%
迪阿股份	21.2%	27.0%	11.9%	5.6%	6.1%	3.1%	1.8%	2.2%	2.6%	2.1%
曼卡龙	0.1%	-2.4%	-1.5%	-1.3%	-2.5%	-0.5%	-1.2%	-0.8%	0.7%	-1.2%
潮宏基	-2.5%	-5.4%	-3.1%	-3.8%	-2.2%	-0.5%	-0.5%	0.5%	0.8%	0.5%

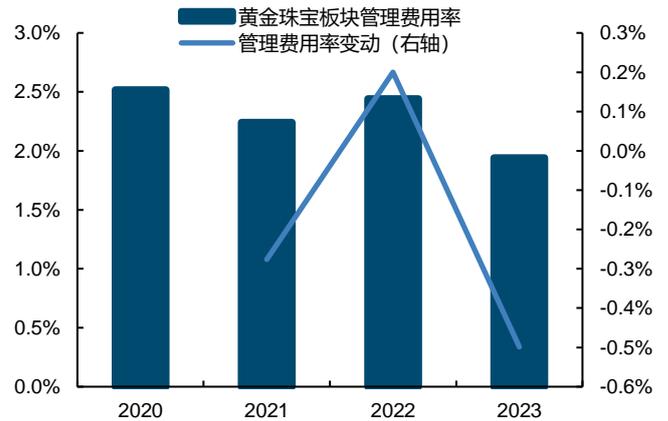
来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

图表44: 规模效应显现, 23年黄金珠宝板块销售费用率同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 规模效应显现, 23年黄金珠宝板块管理费用率同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

2.2.2、渠道：23年开店目标顺利达成，24年继续稳健扩张

下半年开店环比提速、全年目标顺利达成，24年保持稳健扩张步伐。1) 潮宏基：23年珠宝业务门店净增241家至1399家，自营持续优化、净减少50家至274家，加盟净增291家至1125家；24年计划净开店300家。2) 周大生：1Q24周大生品牌终端门店数量5129家、较年初净增23家（自营+5家、加盟+18家）、较上年同期净增492家；24年计划净开店400-600家；3) 老凤祥：23年末营销网点达到5994家（含境外银楼15家）、全年净增385家，其中自营银楼187家，连锁加盟店5807家、净增加392家；计划24年新增专卖店、经销网点（专柜）不少于300家。4) 中国黄金：23年末门店总数4257家、净增加615家。

图表46: 23年开店目标顺利达成，24年继续稳健扩张

公司	门店(23年末)	较22年末净增加	自营	加盟	加盟23年净增加	预计全年开店计划
老凤祥	5994	385	187	5807	392	全年力争新增银楼专卖店(加盟店)、经销网点(专柜)不少于300家
豫园股份(老庙+亚一)	4917	429	-	-	-	-
中国黄金	4257	615	103	4154	617	-
周大生	5106	490	331	4775	408	净开店400-600家
菜百股份	87	17	87	0	-	-
迪阿股份	528	-160	528	0	-	-
曼卡龙	218	8	-	120	9	-
潮宏基	1399	241	274	1125	291	净开店300家

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2.2.3、分红稳定性&持续性亮眼，高股息属性突出

黄金珠宝板块现金流较好，且分红稳定性&持续性、股息率均亮眼，23年分红意愿普遍提高，同时企业经营稳健，后续预计仍保持较为强劲的分红。根据23年全年利润分配情况，周大生、菜百股份、潮宏基、中国黄金股息率均超4%（对应24年4月30日股价）。

图表47：黄金珠宝板块分红比例&股息率均亮眼

公司	21年分红比例	22年分红比例	23年分红比例	22年度每股分红(元、税前)	23年每股分红(元、税前)	对应24年4月30日股息率
周大生	71%	60%	78%	0.60	0.95	5.95%
菜百股份	77%	78%	77%	0.46	0.70	4.69%
潮宏基	51%	89%	67%	0.20	0.25	4.03%
中国黄金	51%	66%	78%	0.30	0.45	4.03%
豫园股份	35%	35%	37%	0.35	0.19	3.20%
老凤祥	40%	45%	46%	1.46	1.95	2.52%

来源：iFind，国金证券研究所

3、投资建议

美妆：23年及1Q24美妆国货延续崛起之势，建议持续关注国货崛起大背景下的四大投资主线：1) 上游原料端的国产替代大趋势大机遇，如全球个护原料龙头、三条增长曲线奠定短中长期成长的【科思股份】；2) 行业内卷加剧、龙头持续提份额、超越行业表现、增长确定性高的【珀莱雅】；3) 细分赛道高成长机会（重组胶原蛋白&再生材料等），如医美产品获批催化在即、业绩&估值望迎来双提振的【巨子生物】、关注江苏吴中（医药业务维稳，AestheFill 4月首批出货，业绩望逐季加速兑现）；4) 边际改善标的，关注水羊股份（经营向好、高奢品牌伊菲丹具备稀缺性，Q1 汇兑影响表观利润，估值低位）。

黄金珠宝：展望Q2，金价自2月末上涨幅度大&速度快，或短期加强投资者观望情绪、对金饰零售有所扰动，重点后续金价走势；全年看，24年高基数下业绩望兑现个位数到双位数增长，历史分红持续性&稳定性、股息率表现均亮眼，经营稳健下高分红确定性较强，红利股属性突出、经济预期偏谨慎下配置价值凸显，关注周大生、老凤祥、中国黄金、菜百股份、潮宏基。

4、风险提示

4.1、化妆品

新品销售不及预期：化妆品品牌商积极应对行业竞争，推新品迎合消费者需求，若新品销售不及预期，将影响公司业绩表现。

营销投放不及预期：化妆品品牌竞争激烈，一方面需要产品力作为支撑，另一方面需要大量营销触达消费者，因此化妆品企业销售离不开营销。若未来品牌商营销投放效果不及预期、将影响其成长性与盈利性。

抖音新渠道拓展不及预期/拖累净利表现：抖音直播等新兴渠道发展快速，品牌商纷纷布局；但抖音流量算法等不同于传统的电商渠道，新渠道运营能力仍待锻炼。此外，抖音等直播渠道要求低价（毛利率低）、网红主播等费用率高，抖音等新渠道拓展或拖累总体净利表现。

4.2、黄金珠宝

终端零售不及预期：黄金珠宝行业增量主要来自悦己需求的增长、可选属性强，终端零售增长受宏观环境影响有所波动。

加盟渠道拓展不及预期：当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店、下沉市场。行业竞争激烈、头部集中趋势延续，加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。

金价波动：金价走势影响黄金投资需求&消费需求释放，金价高位震荡或将激发消费者观望情绪、抑制需求释放，从而影响企业收入/利润释放。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806